

Semana Económica Informe General

- **Editorial: Ventas del Banco Central, canje de títulos en pesos e IPC CABA**
- **Actividad: ¿hasta dónde podrá crecer la demanda por encima de la oferta?**
- **Fiscal: canje de deuda y necesidades del Tesoro**

Editorial: Ventas del Banco Central, canje de títulos en pesos e IPC CABA

El Banco Central vendió USD 230 millones esta semana, revirtiendo el saldo comprador de USD 620 millones de la semana pasada, el mayor del año, coincidente con el cierre de la tercera edición del Programa de Incremento Exportador para el segmento oleaginoso. El deterioro se explicó por las menores liquidaciones del sector agropecuario, que pasaron de USD 280 millones promedio diario a USD 80 millones, a la vez que las menores ventas al resto de la economía (USD -150 millones vs. USD -125 millones) compensaron parcialmente este resultado.

Por su parte, las reservas brutas pasaron de USD 33.000 millones el viernes pasado a USD 32.675 millones el último jueves (los datos del viernes se publicarán al cierre de este informe). Considerando que entre lunes y jueves la autoridad monetaria había vendido USD 180 millones, que las pérdidas por tenencias de Yuanes se habrían compensado con las ganancias por tenencias de oro (USD 35 millones en ambos casos) y que no hay pagos de deuda del sector público significativos hasta el 21 de junio (ese día vencen poco más de USD 900 millones con el Fondo), queda un resto de USD 145 millones por explicar.

Esta semana se conocieron dos datos positivos de la economía real: en abril, la industria (IPI-INDEC) creció 1,2% mensual, acumulando un avance de 3,9% en el primer cuatrimestre del año, en tanto la construcción (ISAC-INDEC) trepó 3,4% mensual, estirando a 9,8% el incremento de 2023. Si bien estas series no son directa ni inmediatamente extrapolables al Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de INDEC, es posible asumir *a priori* que, al menos, el 40% de éste habría arrojado buenos resultados en abril.

No obstante, y en sentido contrario, el sector agropecuario habría estirado su dinámica negativa de marzo producto del *shock* climático adverso, cuando cayó alrededor de 8% desestacionalizado. Teniendo presente la mayor incidencia del sector primario en el segundo trimestre esto podría debilitar al EMAE, compensando -o incluso revirtiendo- el buen desempeño de las ramas mencionadas más arriba.

Esta semana, el Palacio de Hacienda despejó vencimientos de deuda en moneda local por casi ARS 7,5 billones, ya que quedaron pendientes ARS 2,1 billones de los ARS 9,6 billones elegibles. De esta forma, las propuestas oficiales lograron 77,9% de adhesión, estirando las obligaciones comprendidas entre junio y septiembre de 2023 a 2024 y 2025. Las opciones emitidas fueron a tasa variable: tres bonos duales, pagaderos el mayor entre la suba del tipo de cambio oficial y el nivel general de precios, otro atado al dólar oficial y otro a la inflación. Como resultado, los vencimientos de este año suman ARS 4,2 billones, equivalentes a 2,5% del PIB, número que ascendía a ARS 11,7 billones en la previa de la conversión (6,9% del PIB).

Por último, vale destacar que esta semana se conoció que el IPC de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires avanzó 7,5% en mayo, desacelerándose 0,3 p.p. en relación con la suba de abril (+7,8%, 0,6 p.p. menos que el dato de INDEC para el IPC Nacional). Asimismo, la canasta de alimentos y bebidas trepó por debajo del nivel general, trepando 6,9% durante el mes pasado. Entre ambos índices, los servicios privados, el transporte y los alquileres tienen mayor ponderación en la Ciudad que en el resto del país, de modo que, si la suba de precios no estuviera encabezada por los bienes, la desaceleración de CABA podría reflejarse en el dato Nacional.

Actividad: ¿hasta dónde podrá crecer la demanda por encima de la oferta?

Durante primer trimestre de 2023, la economía creció 1,7% respecto del cierre de 2022, revirtiendo el arrastre estadístico negativo del año pasado (-1,0%): de esta forma, si la actividad se mantuviera hasta diciembre próximo en los niveles de marzo, el PIB avanzaría 0,6% este año. Ahora bien, cuando analizamos la dinámica del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) entre diciembre de 2022 y abril -mayo se habrá conocido luego del cierre de este informe, pero no cambiaría la conclusión-, se verifica un deterioro de 3,6 p.p. en el crecimiento esperado para 2023, pasando de +0,5% a -3,1% entre ambas entregas.

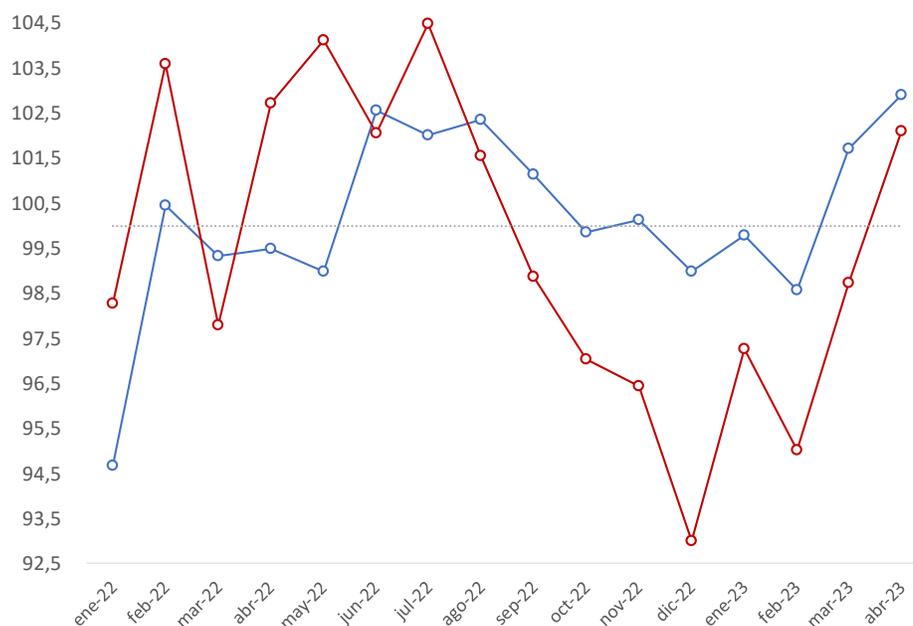
La sequía y el recorte de producción agropecuaria que provoca tendrán un impacto de, al menos, 2,5 p.p. en el PIB anual, inesperado hace algunos meses, explicando parte importante del giro en las proyecciones. Asimismo, la aceleración inflacionaria podría generar problemas de demanda, reforzando los contratiempos. En este sentido, vale destacar que el informe del Banco Central estimaba una caída de 0,3% en el promedio del primer trimestre de 2023, 1,1 p.p. por debajo del +0,8% realizado *ex post* (el +1,7% mencionado en el primer párrafo es marzo contra diciembre, en tanto este porcentaje compara el promedio entre ambos trimestres), de modo que la “reversión estadística” es mayor que la real, producto de esta subestimación.

En este contexto, tiene sentido preguntarnos por la temporalidad de la caída, así como por su extensión y características: ¿cuándo llegarán “los rojos”? ¿cómo serán?

En primer lugar, corresponde notar que el crecimiento mensual se mantuvo tanto como se desaceleró en los primeros tres meses del año: éste pasó de +1,1% en enero a +0,5% en febrero y +0,1% en marzo. Así, si bien permaneció en terreno positivo, su ritmo de avance fue cediendo.

Más allá de esta debilidad, la industria y la construcción siguieron creciendo en abril (el Estimador Mensual de Actividad Económica, EMAE, recién se conocerá a fines de mes). Mientras que la primera avanzó 1,2%, acumulando un crecimiento de 3,9% en el primer cuatrimestre de 2023 y ubicándose 0,3% por encima del pico de junio de 2022, la segunda trepó 3,4% desestacionalizado; no obstante, resultado la caída de 11% arrastrada entre julio y diciembre de 2022, el dato de abril quedó 2,3% por debajo del pico del año pasado. En consecuencia, si bien las series no son directa ni inmediatamente extrapolables, podemos asumir *a priori* que casi el 40% del EMAE habría arrojado buenos resultados en abril.

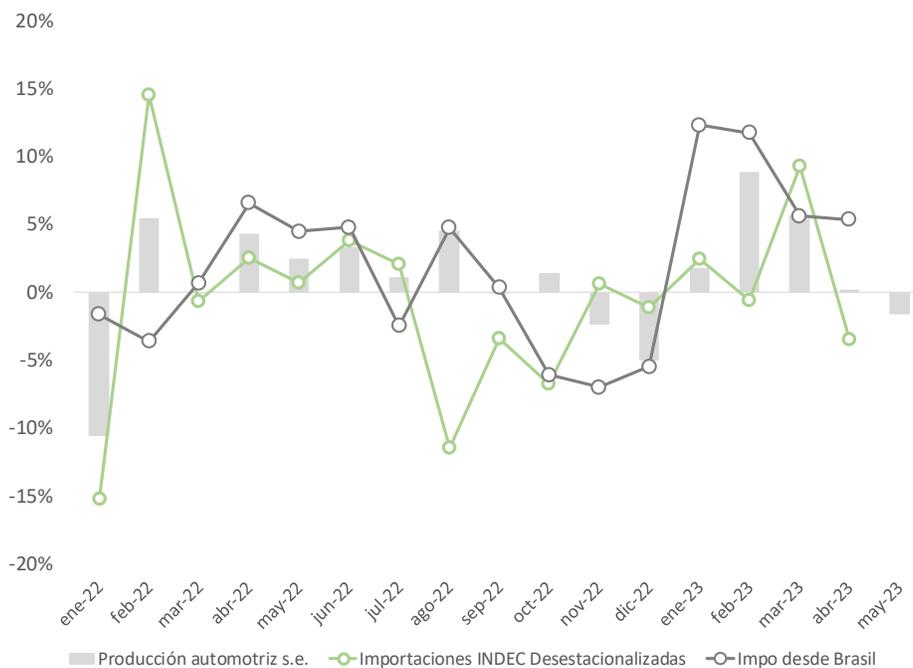
Gráfico I – Industria y construcción, base promedio 2022=100. Fuente: INDEC.



En sentido contrario, una caída -en buena medida exógena- que esperamos no sea menor al 20% del sector agropecuario, que explica cerca de 1 de cada 10 puntos del total, podría complicar el agregado de abril. De esta forma, y en sintonía con la desaceleración marcada más arriba, no descartamos que el arranque del segundo trimestre pueda haber traído el primer rojo del año. Conforme al último REM, la economía retrocedería 1,9% en el promedio abril-junio.

En este punto, vale destacar que la estructura de ponderadores del PIB es de 2004, es decir, antes del cambio de precios relativos entre los bienes agropecuarios, a favor de la soja y en contra del trigo y el maíz. Como resultado, mientras que los oleaginosos están subrepresentados en las cuentas nacionales, los cereales están sobrerrepresentados. Así, aunque el *shock* climático habría provocado un recorte similar del 50% entre las cantidades cosechadas de ambos productos, es importante tener en cuenta este dato para el análisis temporal: la salida de soja se concentra entre marzo y julio -efecto sobre el sector externo-, en tanto la de cereales se extiende un poco más.

Gráfico II – Producción automotriz sin estacionalidad, Importaciones según INDEC e Importaciones desde Brasil. Fuente: INDEC, ADEFA y MDIC Brasil.



Como explicamos en otras oportunidades, la sequía tiene un impacto doble sobre la oferta: el inmediato, sobre las cantidades producidas, y el de segunda ronda, sobre las “divisas disponibles” para el resto de la economía. En este punto, vale destacar que las importaciones de Aduana cayeron 3,5% en abril respecto de marzo. Considerando su impacto diferido sobre la producción -los insumos importados hoy explican la producción de mañana-, esperamos que este retroceso se manifieste en los próximos meses. Tal como mencionamos en el **Semana Económica 778**, la contracción de 3,9% del precio del poroto de soja respecto del cierre de abril -que llegó 8,5% en el piso de mayo- podría agravar estas tensiones.

En este sentido, sobresale que la venta de divisas a la “economía no-agropecuaria” (compra neta de divisas del Banco Central en el mercado oficial menos liquidaciones del sector agropecuario) se redujo 21,9% i.a. en abril y 13,6% i.a. en mayo. Si bien la caída de 4,1% i.a. de los precios internacionales explicó parte de este retroceso en abril -con un impacto que debería ser nulo o positivo vía efecto ingreso sobre la producción-, la contracción de 9,1% i.a. en las cantidades importadas también obedeció a la menor oferta de dólares, impulsor de una mayor administración del comercio exterior.

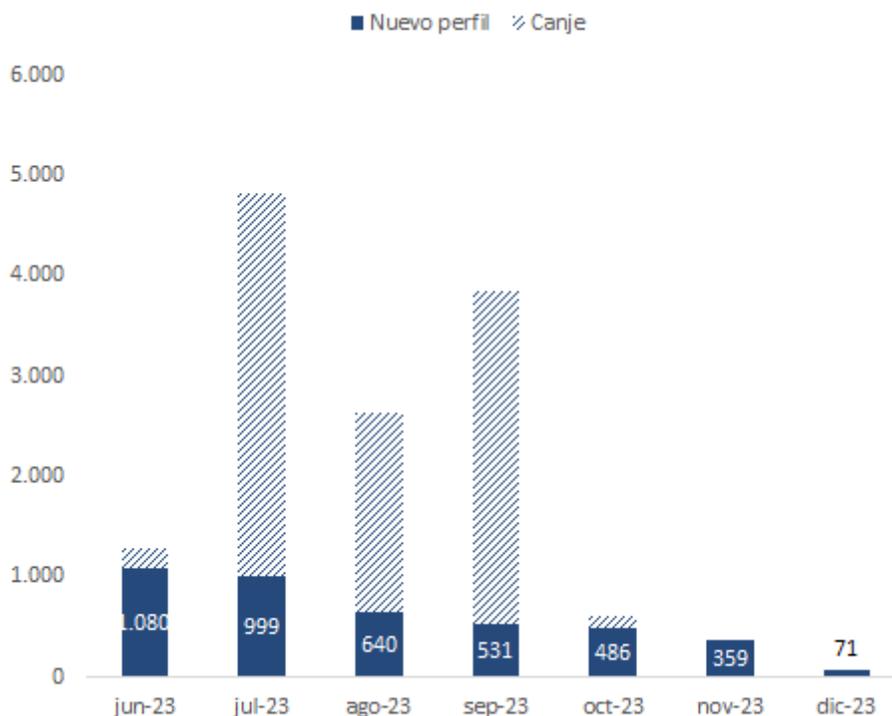
Por último, en abril y mayo la recaudación del Sector Público Nacional no Financiero cayó 8,9% i.a. y 4,9% i.a. en términos reales, y 1,4 p.p. y 2,9 p.p. se explicaron por el menor aporte vinculado con la actividad (IVA DGI, principalmente). Si bien el comercio exterior fue la principal ancla del rojo (explicó 7,8 p.p. en abril y 2,2 p.p. en mayo, en tanto la seguridad social compensó en 0,2 p.p. el retroceso en ambos meses), lo que refleja otra dimensión del *shock* de la sequía -real, externo y ahora fiscal-, la demanda interna no moderó la contracción, tal como había pasado entre enero y marzo, cuando había crecido 6,1% i.a. en términos reales y aportado 3,1 p.p. al agregado -que, de todos modos había caído 6,9%, producto de la disminución de 38,4% i.a. del comercio exterior que explicó -10,5 p.p. del consolidado-.

En síntesis, y a modo de conclusión, podemos afirmar que la sequía incrementaría su incidencia en abril en el agregado: la mayor ponderación del agro en el segundo trimestre y la mayor caída desestacionalizada podría revertir el crecimiento del arranque del año, que ya venía debilitándose en los últimos meses. Si bien la industria y la construcción arrojaron buenos desempeños en abril -algo que podría explicarse como cobertura con bienes físicos ante la mayor incertidumbre nominal-, los indicadores adelantados obligan a ser cautos respecto de cuándo comenzará a ceder la economía real.

Fiscal: canje de deuda y necesidades del Tesoro

Al comienzo de esta semana, el Tesoro enfrentaba vencimientos por ARS 9,6 billones entre junio y octubre, equivalentes a casi 6% del PIB. Al igual que al comienzo del tercer y cuarto trimestre de 2022 y del primero de 2023, Hacienda canjeó sus obligaciones de este período: mediante la oferta de tres títulos a tasa dual -la mayor entre inflación y suba del tipo de cambio oficial-, uno ajustable solo por tipo de cambio y otro solo por inflación, pagaderos en 2024 y 2025, el Ministerio de Economía despejó obligaciones por ARS 7,5 billones (+4,4% del PIB) logrando un 77,9% de adhesión.

Gráfico 1 – Perfil de vencimientos de la deuda del Tesoro pre y pos canje. En ARS miles de millones. Fuente: Hacienda e INDEC



Dicho esto, corresponde destacar que más de la mitad de las conversiones estaban en manos de otros organismos del sector público, de modo que corresponde matizar el éxito de la operación. En contraposición, entendemos que gran parte de los ARS 2,1 billones (1,5% del PIB) que quedaron fuera del canje corresponden al sector privado. Si bien no es necesario que estos “pesos” sean refinanciados por los mismos acreedores en sus vencimientos -por caso, un organismo del sector público con superávit puede entrar en una licitación e incrementar su exposición al Tesoro Nacional en una subasta donde un acreedor privado no renueve evitando así incurrir en pagos netos de deuda-, sus exigencias podrían ser mayores que si las principales tenencias estuvieran en manos de otros organismos estatales.

Por encima de la línea, está el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional como guía: la meta anual es un rojo primario de 1,9% del PIB, con topes trimestrales de 0,5% del Producto en el segundo trimestre, 0,6% en el tercero y 0,5% en el cuarto. Si bien la sequía y las menores expectativas de exportaciones agropecuarias, que estimamos con un impacto fiscal no menor a 0,4% del PIB, podrían flexibilizar estos números, al momento de la última revisión -marzo de 2023- este era el esquema.

En este escenario, podemos asumir las necesidades operativas del Sector Público Nacional no podrían superar 1,3% del PIB entre mayo y diciembre. Considerando que la recaudación viene sufriendo de manera sensible las menores exportaciones que deja como saldo la sequía -por caso, la recaudación total pasa de caer 8,9% i.a. en términos reales en abril y 4,9% i.a. en mayo a -1,2% i.a. y -2,7% i.a. al descontar las partidas asociadas al comercio exterior-, las exigencias por el lado del gasto se incrementan.

Más aún, en los últimos dos meses comenzaron a retroceder las partidas vinculadas al nivel de actividad (IVA DGI, Ganancias), explicando -1,4 p.p. y -2,9 p.p. de la caída agregada. En cambio, en enero, febrero y marzo habían sumado +2,5 p.p., +1,8 p.p. y +4,7 p.p. a la dinámica general, de modo que las necesidades de “cuidar la caja” no solo se refuerzan, sino que también lo hacen de manera pro-cíclica, es decir, en momentos donde la demanda se modera. Dicho esto, corresponde notar el costo de oportunidad: las tensiones para obtener financiamiento neto en el mercado reflejan las complicaciones que podría traer un aumento del rojo primario, más allá de los topes acordados con el FMI.

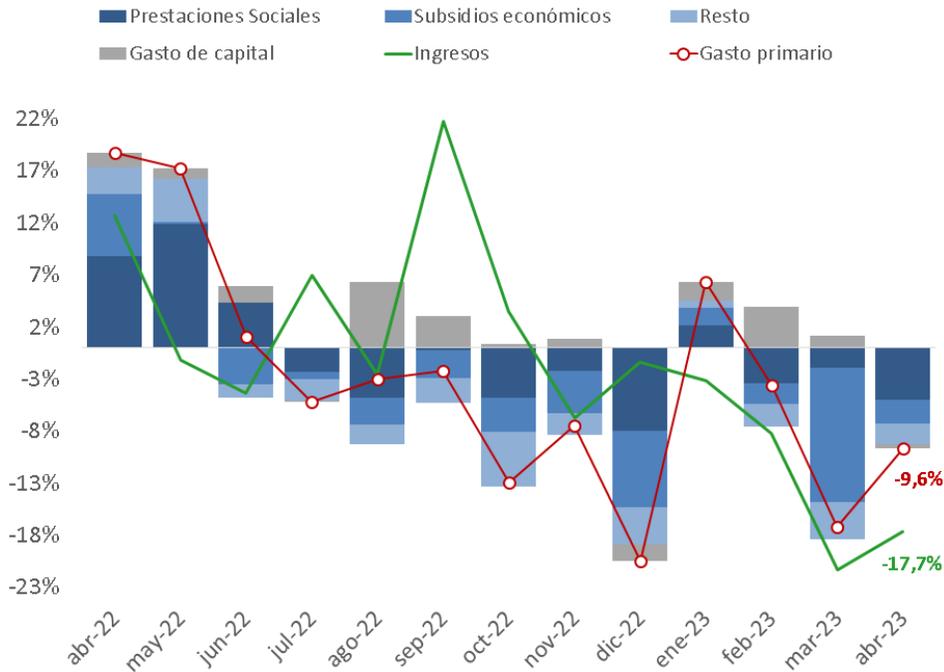
En este sentido, podemos afirmar que, si bien entre Adelantos Transitorios y Utilidades de 2022 hay un margen de emisión de ARS 2,2 billones (por encima del acuerdo con el Fondo, que permite hasta ARS 0,83 billones en el año, de los cuales ya se “consumieron” ARS 0,67 billones), equivalente a 1,5% del PIB, que alcanzaría para enfrentar eventuales problemas de financiamiento, sus impactos en materia de desequilibrio del mercado de dinero y de tensiones cambiarias no serían menores. En consecuencia, por más que sea legalmente plausible esta forma de cierre del Programa Financiero, no por eso es deseable.

En esta lógica se enmarca parte de la caída del gasto primario durante el primer cuatrimestre de 2023 (los datos de mayo recién se conocerán en dos semanas): -7,0% i.a. en términos reales. Este retroceso estuvo liderado por subsidios económicos (-31,2% i.a., explicando 6,9 p.p. del rojo agregado) y prestaciones sociales (-4,1% i.a., explicando 3,6 p.p. del rojo total). En sentido contrario, gasto de capital avanzó 23,2% i.a. entre enero y abril, compensando 2,4 p.p. del retroceso general. En este punto, y en línea con lo comentado para la menor recaudación de la actividad, este avance se frenó en abril, cuando gastos de capital se contrajo 4,5% i.a. luego de descontar la inflación.

En síntesis, Hacienda enfrentaría *a priori* necesidades por hasta 3,8% del PIB en lo que resta de 2023. De éstas, 1,3% corresponden a obligaciones por encima de la línea (que podrían llegar hasta 1,7% del Producto si descontamos los ingresos que no permitirá realizar la sequía entre mayo y diciembre), a la vez que los vencimientos rondarían el 2,5% del Producto. Considerando que estos se concentrarían en su mayoría en acreedores privados, sus exigencias de refinanciamiento no serán despreciables, aunque, no obstante, también podrían ser cubiertas con un aumento de su exposición al Tesoro Nacional de otros organismos

públicos. En este sentido, con una tasa de *roll over* de 130% y cumpliendo el acuerdo con el Fondo -asistencia del BCRA por no más de ARS 0,16 billones en lo que resta de 2023) el Programa Financiero estaría cerrado.

Gráfico II – Variación interanual real de ingresos y gastos del SPNnF e incidencia de las principales partidas del gasto, %. Fuente: Hacienda e INDEC



Dicho esto, vale recordar que existe la posibilidad de cerrarlo con mayor asistencia monetaria de la contemplada en el Acuerdo -con un tope nominal para una inflación esperada del 60%, donde el dato efectivo la superaría ampliamente-, quedando dentro de los límites establecidos por la Carta Orgánica del Banco Central. Empero, esto podría conllevar algunas tensiones, especialmente por el lado del mercado cambiario.

Principales variables

Calendario y anexo semana económica

| Variable | Unidad de medida | Último dato | Mensual o Trimestral | Interanual o acumulado doce meses | Fuente | Fecha próxima publicación |
|------------------------------------|------------------|-------------|----------------------|-----------------------------------|-----------|---------------------------|
| Actividad | | | | | | |
| PIB | % | IV-22 | -1,5% | 1,9% | INDEC | 22-jun-23 |
| EMAE | % | mar-23 | 0,1% | 1,3% | INDEC | 30-jun-23 |
| Salarios | | | | | | |
| Salarios nominales INDEC | % | mar-23 | 10,1% | 102,4% | INDEC | 30-jun-23 |
| Salarios reales INDEC | % | mar-23 | 2,2% | -0,1% | INDEC | 30-jun-23 |
| Fiscal | | | | | | |
| Ingresos totales | % PIB | abr-23 | 4,1% | 17,7% | Hacienda | 22-jun-23 |
| Gasto primario | % PIB | abr-23 | 4,7% | 20,0% | Hacienda | 22-jun-23 |
| Resultado primario | % PIB | abr-23 | -0,6% | -2,6% | Hacienda | 22-jun-23 |
| Resultado financiero | % PIB | abr-23 | -1,1% | -4,2% | Hacienda | 22-jun-23 |
| Precios | | | | | | |
| IPC Nacional | % | abr-23 | 8,4% | 108,8% | INDEC | 14-jun-23 |
| IPC Núcleo, nacional | % | abr-23 | 8,4% | 105,3% | INDEC | 14-jun-23 |
| Comercio exterior | | | | | | |
| Exportaciones (INDEC) | USD M | abr-23 | 5.891 | 82.465 | INDEC | 21-jun-23 |
| Importaciones (INDEC) | USD M | abr-23 | 6.017 | 79.890 | INDEC | 21-jun-23 |
| Balanza comercial (INDEC) | USD M | abr-23 | -126 | 2.575 | INDEC | 21-jun-23 |
| Balance cambiario | | | | | | |
| Bienes (BCRA) | USD M | abr-23 | 903 | 17.697 | BCRA | 30-jun-23 |
| Servicios y rentas (BCRA) | USD M | abr-23 | -831 | -17.569 | BCRA | 30-jun-23 |
| Cuenta capital y financiera (BCRA) | USD M | abr-23 | -4.091 | -6.380 | BCRA | 30-jun-23 |
| Tipo de cambio | | | | | | |
| Tipo de cambio, A3500 | ARS/USD | 08-jun-23 | 244,33 | | BCRA | Diaria |
| Tipo de cambio real multilateral | Dic 01=1 | 08-jun-23 | 1,40 | | BCRA | Diaria |
| MEP AL30 | ARS/USD | 08-jun-23 | 473,15 | | BCRA | Diaria |
| MEP AL30 real multilateral | Dic 01=1 | 08-jun-23 | 2,70 | | BCRA | Diaria |
| Reservas | | | | | | |
| Reservas brutas | USD M | 08-jun-23 | 32.676 | | BCRA | Diaria |
| Encajes privados | USD M | 05-jun-23 | 10.995 | | BCRA | Diaria |
| Swap con China | USD M | 05-jun-23 | 18.260 | | BCRA | Diaria |
| BIS | USD M | 05-jun-23 | 3.110 | | BCRA | Diaria |
| Resto | USD M | 05-jun-23 | 310 | | BCRA | Diaria |
| Monetario y financiero | | | | | | |
| LELIQ 28 días | % TEM | 07-jun-23 | 8,1% | | BCRA | Diaria |
| Pases | % TEM | 07-jun-23 | 7,6% | | BCRA | Diaria |
| Letra del Tesoro (LEDE) | % TEM | abr-23 | 7,3% | | Hacienda | Mensual |
| Internacional | | | | | | |
| Real Brasil | BRL/USD | 08-jun-23 | 4,9 | -2,4% | Bloomberg | Diaria |
| Yuan China | CNY/USD | 08-jun-23 | 7,1 | 6,2% | Bloomberg | Diaria |
| Soja (tn.) | USD | 08-jun-23 | 509,8 | -21,7% | Bloomberg | Diaria |
| Trigo (tn.) | USD | 08-jun-23 | 320,1 | -22,1% | Bloomberg | Diaria |
| Maíz (tn.) | USD | 08-jun-23 | 501,1 | -21,0% | Bloomberg | Diaria |
| WTI | USD | 08-jun-23 | 71,3 | -37,7% | Bloomberg | Diaria |

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para la realización de operaciones financieras. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, sus directores, agentes o empleados no serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudieran derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial, agradecemos citar la fuente.